

# Caisse nationale des autoroutes (CNA)

## Rapport de notation

### Notes de défaut émetteur (IDR)

#### Devises

IDR à long terme	AA
IDR à court terme	F1+

#### Monnaie locale

IDR à long terme	AA
------------------	----

#### Perspectives

IDR à long terme en devise	Stable
IDR à long terme en monnaie locale	Stable

### Données financières

#### Caisse nationale des autoroutes

Mio Eur	31 déc 16	31 déc 15
Recettes d'exploitation	233,7	389,5
Actifs	5 092,2	6 714,7
Dette	4 544,8	5 998,5

Source : CNA, Fitch

### Fondamentaux des notes

**Des notes alignées sur celles de l'État :** Les notes de la Caisse nationale des autoroutes (CNA) sont alignées sur celles de l'Etat français (AA/stable/F1+), reflétant son statut juridique d'établissement public administratif (EPA), le contrôle étroit assuré par l'Etat français et, dans une moindre mesure, son importance stratégique et son intégration avec l'Etat.

**Un statut juridique fort :** En tant qu'EPA, la CNA est exonérée des procédures de liquidation de droit commun et ne peut faire faillite ; l'Etat français est responsable en dernier ressort de sa dette. La CNA peut également bénéficier des mécanismes publics de soutien en liquidité (avances budgétaires, achat de titres de créances négociables). Fitch estime que ces mécanismes interviendraient en temps opportun en cas de nécessité.

**Un contrôle direct exercé par l'Etat :** L'Etat contrôle directement la CNA via son conseil d'administration (cinq membres sur huit représentent l'Etat) et la double tutelle exercée par les ministères des Finances et des Transports. En tant qu'EPA, la CNA est soumise aux règles de la comptabilité publique et peut être audité par les organes de contrôle de l'Etat.

**Un véhicule principalement tourné vers l'amortissement :** Créée comme véhicule de financement pour les sociétés concessionnaires d'autoroutes (SCA) publiques, la CNA intervient désormais principalement en tant que caisse d'amortissement, les principales SCA ayant été privatisées. Cependant, elle continue de financer deux sociétés publiques concessionnaires de tunnels autoroutiers. Les SCA déposent les fonds nécessaires au remboursement de leurs prêts au moins deux semaines avant les dates de paiement, ce qui assure à la CNA une liquidité suffisante pour faire face à ses propres obligations.

**Une dette en forte diminution jusqu'à fin 2018 :** La dette de la CNA est passée de 6 milliards d'euros fin 2015 à 4,5 milliards d'euros fin 2016. Fitch s'attend à ce que l'encours atteigne environ 1,1 milliard d'euros fin 2018, la plupart des prêts des SCA privatisées arrivant à maturité en 2017 et 2018. Les prêts des deux sociétés concessionnaires de tunnels autoroutiers constitueront l'essentiel de la dette de la CNA fin 2018.

**Solidité financière des SCA :** Les SCA bénéficient d'un volume de trafic important et peu volatil, d'une clientèle diversifiée et d'un environnement réglementaire stable. Leur chiffre d'affaires a progressé de 2,1% en 2016, soutenu par une hausse du trafic de 3,1%. Selon les conventions signées avec la CNA, les prêts accordés par la CNA deviennent remboursables en totalité si leur dette devient supérieure à 7 fois leur EBITDA ou si leur EBITDA devient inférieur à 2,2 fois leurs frais financiers. Les SCA privatisées ont toujours respecté ces conditions.

**Une gestion assurée par la CDC :** La gestion de la CNA est assurée, sous le contrôle de son conseil d'administration, par la Caisse des dépôts et consignations (CDC ; AA/stable/F1+). Les dépenses de fonctionnement de la CNA, principalement composées de charges de gestion facturées par la CDC et de charges d'intérêts, sont compensées par les SCA emprunteuses.

### Facteurs de sensibilité des notes

**Un changement des notes souveraines :** Toute action sur les notes souveraines se répercuterait de façon similaire sur les notes de la CNA.

**Une modification du cadre juridique :** Une évolution défavorable du statut juridique de la CNA pourrait entraîner un abaissement des notes.

### Rapports associés

France (décembre 2016)

### Analystes

Pierre Charpentier  
+33 1 44 29 91 45  
[pierre.charpentier@fitchratings.com](mailto:pierre.charpentier@fitchratings.com)

Nicolas Miloïkovitch  
+33 1 44 29 91 89  
[nicolas.miloikovitch@fitchratings.com](mailto:nicolas.miloikovitch@fitchratings.com)

## Historique des notes

Date	IDR à long terme en devises	IDR à long terme en monnaie locale
2014	AA	AA
2013	AA+	AA+
2005	AAA	AAA

Source: Fitch

## CNA - Facteurs de notation

	Statut juridique	Importance stratégique	Contrôle	Intégration
Facteurs de notation	Fort	Modérée	Fort	Modérée

Source: Fitch

Créée en 1963, la CNA est un établissement public à caractère administratif (EPA) doté de l'autonomie financière qui est chargé de procurer aux sociétés concessionnaires d'autoroutes (SCA) éligibles les ressources destinées au financement de la construction ou de l'aménagement des autoroutes donnant lieu à la perception de péages.

### Statut juridique

Fitch considère que le statut juridique de la CNA est fort et qu'il constitue un élément favorable pour sa qualité de crédit.

La CNA a été créée par le décret 63-585 de 1963 en tant qu'EPA. Comme pour les autres EPA, l'Etat n'a pas d'obligation légale de prévenir le défaut de la CNA. Cependant, il est le garant en dernier ressort de sa solvabilité et de sa liquidité (loi du 16 juillet 1980). Le statut d'EPA implique également que la CNA ne peut être soumise aux procédures de liquidation de droit commun, ni faire faillite. En cas de dissolution, ses actifs et engagements seraient transférés à l'Etat ou à une autre personne publique.

Le statut d'EPA signifie, par ailleurs, que la CNA est éligible aux mécanismes de soutien en liquidité de l'Etat. Il s'agit notamment des avances budgétaires qui sont budgétées chaque année en loi de finances ou de l'achat, par l'Agence France Trésor, de titres de créances négociables. Selon les conventions conclues entre la CNA et les SCA, ces dernières doivent transférer les fonds destinés à la couverture de leurs obligations financières deux semaines avant que celles-ci ne soient exigibles. Fitch estime que ce délai serait suffisant pour permettre à l'Etat d'intervenir et d'empêcher, le cas échéant, un éventuel défaut de la CNA. L'agence note par ailleurs que la CNA n'a jamais eu besoin jusqu'à présent de recourir à des mécanismes de soutien de l'Etat.

Les détenteurs d'obligations de la CNA sont protégés contre une modification du statut juridique de cette dernière puisque la documentation obligataire les autorise à demander un remboursement anticipé du principal, augmenté des intérêts, dans les cas suivants :

- Si la CNA est dissoute – à moins que ses activités et ses dettes ne soient transférées à l'Etat ou à toute autre personne publique détenue ou contrôlée par l'Etat et soumise à la loi 80-539 du 16 juillet 1980 ;
- Si la loi 80-539, ou toute loi ou réglementation en substance équivalente qui lui succéderait, n'est plus applicable à la CNA.

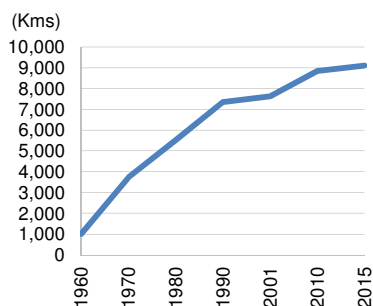
### Importance stratégique

Fitch considère que l'importance stratégique de la CNA est modérée pour l'Etat et constitue, par conséquent, un élément modérément favorable pour sa qualité de crédit.

La CNA a été créée pour financer la construction, le développement et l'entretien du réseau autoroutier français par les SCA publiques. La CNA fournit des financements à un coût inférieur à celui qui pourrait être obtenu individuellement par chaque SCA.

La plupart des SCA ont été privatisées entre 2001 et 2006 et ne peuvent plus bénéficier du financement de la CNA. Celle-ci est désormais principalement chargée d'assurer l'adossement des remboursements des prêts accordés aux SCA privatisées à son propre échéancier d'amortissement de dette, jusqu'à l'extinction de la totalité de l'encours. Cet encours (2,9

## Réseau autoroutier français concédé et ouvrages à



Source: ASFA

## Méthodologies

Rating of Public Sector Entities – Outside the United State (février 2016)

International Local and Regional Governments Rating Criteria – Outside the United States (avril 2016)

milliards d'euros au 1<sup>er</sup> janvier 2017) est détenu par trois groupes (ASF-ESCOTA, APRR-AREA, et SANEF-SAPN). 98,4% de la dette des SCA privatisées arrivera à maturité d'ici fin 2018. Après 2018, l'encours des SCA privatisées sera résiduel et s'élèvera à 45,5 millions d'euros, lesquels seront à amortir jusqu'en 2027.

Seules deux sociétés concessionnaires de tunnels autoroutiers, Aurotoutes et Tunnel du Mont Blanc (ATMB) et la Société française du tunnel routier du Fréjus (SFTRF), n'ont pas été privatisées et restent éligibles aux financements de la CNA pour leurs dépenses d'investissement et le refinancement de leur dette. Au 1<sup>er</sup> janvier 2017, ATMB et SFTRF représentaient respectivement 1,6% et 25,4% du portefeuille de prêts de la CNA et leur dette cumulée s'élevait à 1,15 milliard d'euros. Après 2018, leur dette représentera la quasi-totalité du portefeuille de la CNA.

Fitch souligne qu'il n'est pas prévu, à ce stade, de modifier le rôle ou les missions de la CNA.

### Contrôle par l'Etat

Fitch considère que le contrôle exercé par l'Etat sur la CNA est fort et qu'il constitue un élément favorable pour sa qualité de crédit.

L'Etat français exerce un contrôle fort sur la gouvernance de la CNA et surveille étroitement ses activités. La CNA est placée sous la double tutelle du ministre des Finances et du ministre des Transports. La mise à disposition des emprunts de la CNA aux SCA nécessite un accord des deux ministres (article R122-11 du Code de la voirie routière). Ceux-ci nomment également par arrêté le président et le vice-président du conseil d'administration de la CNA (article R122-8).

Le conseil d'administration est composé des membres suivants :

- Deux représentants du ministère des Transports (chargé du réseau routier national) ;
- Deux représentants du ministère de l'Economie et des Finances ;
- Un représentant du ministère de l'Intérieur ;
- Le directeur du Centre d'analyse stratégique (services du premier ministre) ou l'un de ses représentants ;
- Le directeur général de la CDC ou l'un de ses représentants ;
- Le président d'une SCA nommé par le ministère des Transports.

Le conseil d'administration est responsable de l'approbation du budget, des comptes financiers, du programme de prêts et de la distribution de prêts, sous réserve de l'accord précédemment mentionné des deux ministres de tutelle.

En tant qu'EPA, la CNA est soumise aux règles de droit public et de la comptabilité publique, notamment celle relative à la séparation de l'ordonnateur (le président du conseil d'administration), qui ordonne les dépenses, et du comptable (un fonctionnaire du ministère des Finances), qui effectue les paiements et perçoit les recettes.

La CNA doit également suivre les procédures budgétaires et comptables définies par le ministère des Finances à travers l'instruction budgétaire M91. Le ministère des Finances est seul compétent pour autoriser la CNA à placer ses ressources disponibles auprès d'établissements financiers plutôt qu'auprès du Trésor public.

La CNA peut, par ailleurs, être auditée par les organes de contrôle de l'Etat (Inspection générale des finances, Cour des comptes).

## Intégration avec l'État

Fitch considère que l'intégration de la CNA avec l'État français est limitée et constitue un élément modérément important de son profil de crédit.

La CNA est financièrement autonome, contrôle ses actifs et son budget, et ne reçoit aucun transfert de la part de l'État. Cependant, depuis sa création, la gestion de la CNA est assurée par la Caisse des dépôts et consignations (CDC, AA/Stable/F1+). La CDC est une institution financière publique entièrement détenue par l'État français.

Depuis 2014, la dette de la CNA est consolidée par l'Insee au sein de la dette publique française.

## Evaluation des facteurs de soutien

Au regard de ses critères de notation des entités du secteur public (Public Sector Entities, PSE), Fitch a classé la CNA comme une entité dont la note est liée à celle de son mandant (« sponsor »), l'État français, et a aligné ses notes sur celles de ce dernier. Cela s'explique par son statut juridique, le contrôle exercé par l'État et, dans une moindre mesure, son importance stratégique et son intégration avec l'État.

## Activités

### Fonctionnement

La CNA est un véhicule de financement créé et géré par l'État. Tous les ans, les SCA éligibles, soit désormais les deux sociétés concessionnaires de tunnels autoroutiers ATMB et SFTRF, lui communiquent une estimation de leurs besoins de financement. La CNA met ensuite en place un programme d'emprunt en collaboration avec les deux ministères de tutelle et les SCA de façon à définir un profil d'amortissement compatible avec leurs capacités de remboursement.

La CNA émet des obligations sur le marché intérieur et à l'international ou emprunte auprès d'institutions financières telles que la Banque européenne d'investissement (BEI; 'AAA'/Stable/'F1+'). En 2017, les besoins de financement de la CNA ont été estimés à 45 millions d'euros. La CNA a eu recours à une émission de 40 millions d'euros (notée 'AA') et les cinq millions d'euros restant seront prélevés sur l'enveloppe BEI.

La CNA redistribue les fonds empruntés aux SCA éligibles sous la forme de « prêts miroirs ». Les taux et maturités de ces prêts sont identiques à ceux des obligations ou des emprunts souscrits par la CNA. Les SCA remboursent les emprunts contractés auprès de la CNA selon un échéancier calqué sur les échéances des emprunts de cette dernière. La CNA ne fait supporter aucune marge aux SCA et celles-ci lui remboursent ses frais de gestion. Ses comptes sont donc systématiquement équilibrés.

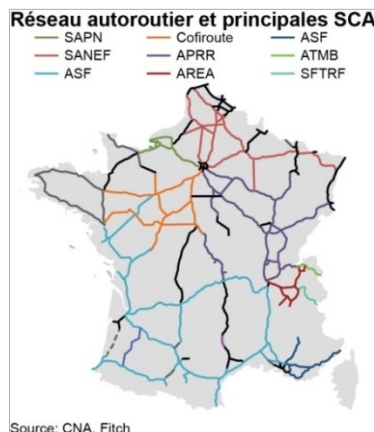
Par ailleurs, les SCA privatisées qui ne sont plus éligibles au financement de la CNA continuent de rembourser les prêts qu'elles avaient contractés auprès de celle-ci avant de perdre leur éligibilité.

### *La CNA protégée par des conventions avec les SCA*

Les SCA doivent transférer à la CNA les fonds nécessaires pour couvrir leurs obligations financières au moins deux semaines avant leur date d'échéance.

En outre, les contrats de prêt entre la CNA et les SCA privatisées comprennent des clauses supplémentaires pour sécuriser les remboursements. Les prêts accordés par la CNA à une SCA privatisée deviennent immédiatement et intégralement dus et exigibles si la SCA enfreint l'une des conditions suivantes :

- Le ratio dette nette /EBITDA de la SCA ne doit pas être supérieur à 7 ;
- L'EBITDA de la SCA doit couvrir au moins 2,2 fois ses intérêts ;



- Les infrastructures de transport et de stationnement doivent représenter au moins 85% des actifs consolidés de la SCA et 80% de son chiffre d'affaires consolidé.

Fitch comprend que les SCA ont toujours respecté leurs obligations financières à l'égard de la CNA.

#### *Possibilité de remboursement anticipé pour les SCA*

Les SCA peuvent opter pour un remboursement anticipé de leur dette à la CNA, mais doivent s'acquitter, dans ce cas, de pénalités actuarielles assurant la neutralité de ce remboursement pour la CNA. En 2015, SANEF, une SCA privatisée, a effectué un remboursement anticipé de 512 millions d'euros à la CNA. Celle-ci a déposé les fonds sur un compte générant des intérêts et les utilisera pour honorer les obligations de remboursement aux dates d'échéance (15 millions d'euros effectués en 2016, 15 millions d'euros prévus en 2017 et 482 millions prévus en 2018).

#### Performances financières

En tant que véhicule de financement à but non lucratif des SCA, le résultat net de chaque exercice de la CNA est nul. La CNA reverse les fonds collectés aux SCA éligibles sous forme de prêts. Les SCA remboursent à la CNA l'ensemble de ses charges d'exploitation, financières et exceptionnelles.

#### *Recettes*

La CNA ne reçoit aucun financement de la part de l'Etat et aucune recette fiscale. Ses recettes, qui s'élevaient à 233,7 millions d'euros en 2016, sont principalement composées des intérêts reçus sur les emprunts effectués (232 millions d'euros en 2016, contre 331 millions d'euros en 2015).

#### *Dépenses*

En 2016, les dépenses de la CNA s'élevaient à 233,7 millions d'euros et étaient principalement constituées des charges d'intérêts des emprunts et avances destinés à financer les SCA (232 millions d'euros).

#### *Performance des SCA*

Les SCA bénéficient d'un volume de trafic important et peu volatil au cours du cycle économique. La clientèle est diversifiée, 86% des recettes provenant des automobilistes et 14% des véhicules lourds en 2015. Elles bénéficient en outre d'une réglementation stable. La croissance du trafic a été soutenue ces dernières années (+2% en 2014 ; + 2,7% en 2015 ; +3,1% en 2016), ce qui a contribué à la progression des recettes des SCA (+2,1% en 2016, après une hausse de 3% en 2015, et de 3,9% en 2014).

En avril 2015, un plan de relance de 3,2 milliards d'euros pour le secteur autoroutier a été annoncé. Les SCA privatisées ont accepté de le financer en grande partie en échange d'un allongement de deux ans en moyenne de la durée de leur concession. Un nouveau plan de 800 millions d'euros a été annoncé en 2017 et sera financé par une augmentation des tarifs. En 2015, les dépenses d'investissement des SCA s'élevaient à 1,43 milliard d'euros, en hausse de 12,6% par rapport à 2014 (1,27 milliard d'euros), mais en-dessous de la moyenne constatée sur la période 2006-2013 (environ 1,8 milliard d'euros par an). La dette cumulée des SCA était de 37,6 milliards d'euros en 2015, en hausse de 8,7% par rapport à 2014 (34,6 milliards d'euros).

Les SCA privatisées respectent leurs conventions financières avec la CNA. Au 30 juin 2016, le ratio dette nette/EBITDA était de 4,16x pour ASF-ESCOTA, 4,50x pour APRR-AREA, et 2,61x pour SANEF-SAPN, sensiblement en dessous de l'exigence de ratio de 7x. Le ratio EBITDA/charges financières était de 7,14x pour ASF-ESCOTA, de 6,52x pour APRR-AREA, et de 5,81x pour SANEF-SAPN, nettement au-dessus de l'exigence de ratio de 2,2.

Performances financières des sociétés concessionnaires d'autoroutes

(Millions d'euro)	ASF-ESCOTA		APRR-AREA		SANEF-SAPN	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Chiffre d'affaires	3 420,0	3 519,2	2 410,3	2 379,0	1 682,2	1 702,2
Résultat net	778,0	893,1	420,0	538,4	329,4	344,3
Actif total	13 572,0	13 482,3	9 559,6	8 552,5	4 775,8	4 721,4
Dette nette	10 760,0	11 414,5	6 725,0	7 446,0	3 275,4	2 981,7
EBITDA	2 463,6	2 546,1	1 520,0	1 589,0	1 088,2	1 075,8
Dette nette/EBITDA	4,37	4,48	4,61	4,69	3,01	2,77
Frais financiers	438,5	392,6	331,0	275,0	178,2	199,1
EBITDA/frais financiers	5,62	6,49	4,59	5,78	6,11	5,40

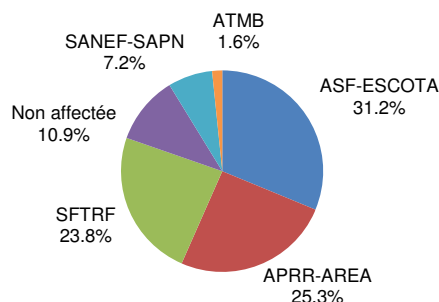
Source: Fitch à partir des données CNA

Dette et liquidité

Baisse du stock de dette

Au 1er janvier 2017, la dette de la CNA était de 4,5 milliards d'euros, contre 6 milliards d'euros au 1er janvier 2016. Les SCA privatisées détenaient 63,7% de l'encours de dette au 1er janvier 2017 et les deux sociétés publiques concessionnaires de tunnels autoroutiers 25,4% de cet encours. Le reste, 10,9%, représente le remboursement anticipé effectué par SANEF en 2015 et correspond à la dette « non affectée » (cf. *Possibilité de remboursement anticipé pour les SCA*).

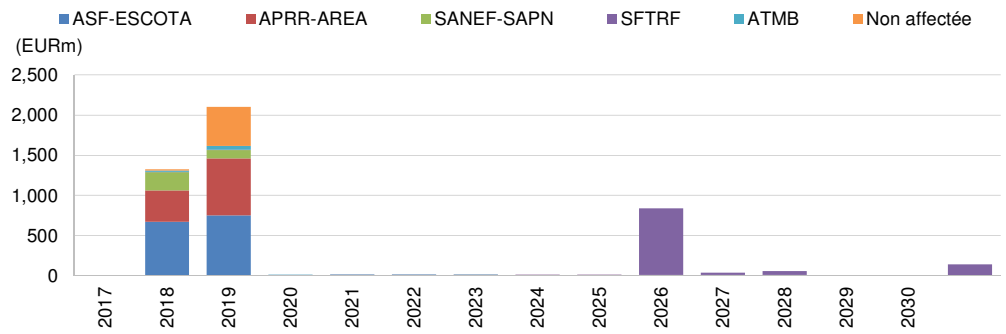
Répartition de la dette de la CNA - 1er janvier 2017



Source: Fitch à partir des données CNA

Fitch s'attend à ce que l'encours de dette de la CNA baisse jusqu'à environ 1,1 milliard d'euros fin 2018. Il sera alors essentiellement constitué de la dette souscrite par les deux sociétés publiques concessionnaires de tunnels autoroutiers, les principaux prêts des SCA privatisées arrivant à échéance en 2017 et 2018.

Répartition de la dette de la CNA - 1er janvier 2017



Source: Fitch à partir des données CNA

Dette et liquidité

Les conventions liant la CNA et les SCA prévoient pour ces dernières l'obligation de déposer les fonds nécessaires auprès de la CNA au moins deux semaines avant les dates de paiement des intérêts ou du remboursement du principal par cette dernière, ce qui assure à la CNA une liquidité suffisante pour faire face à ses propres obligations. Les SCA ont toujours respecté ce délai depuis la création de la CNA.

La trésorerie de la CNA était de 546,9 millions d'euros fin 2016, contre 588,9 millions d'euros fin 2015. Elle était principalement composée du remboursement anticipé effectué par SANEF (cf. *Possibilité de remboursement anticipé pour les SCA*).

## Annexe A

## Compte de résultat : Caisse Nationale des Autoroutes

(Millions d'euro)	2013	2014	2015	2016
Produits financiers	483,8	413,5	387,2	232,1
Charges financières	-483,8	-413,5	-387,2	-232,1
<b>Résultat financier</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Honoraires et commissions nettes	2,1	1,7	2,3	0,9
Autres produits d'exploitation	0,0	0,0	0,0	0,0
Charges de personnel	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres charges d'exploitation	-2,1	-1,7	-2,3	-0,9
Gains et pertes nets sur actifs immobilisés	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat brut d'exploitation</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Coût du risque	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Autres dépenses/produits				
Contributions des budgets de l'État	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Impôt	0,0	0,0	0,0	0,0

Source : CNA, retraitements Fitch



Annexe B

**Bilan : Caisse Nationale des Autoroutes**

(Millions d'euro)	2013	2014	2015	2016
<b>Actif</b>				
Trésorerie et équivalent de trésorerie	3 6	3 7	589 6	547 4
Titres liquides				
Dépôts auprès des banques	0 0	0 0	0 0	0 0
Prêts	9 090 9	7 646 8	5 998 5	4 544 8
Autres actifs productifs				
Investissements à long terme				
Immobilisations				
Immobilisations incorporelles	123 4	126 2	126 6	0 0
Autres actifs à long terme				
<b>Total actif</b>	<b>9 217 9</b>	<b>7 776 7</b>	<b>6 714 7</b>	<b>5 092 2</b>
<b>Dettes et capitaux propres</b>				
Dépôts des clients				
Dépôts des banques				
Emprunts à court terme				
Autres passifs à court terme	3 6	3 7	589 6	547 4
Dettes à plus d'un an	9 090 9	7 646 8	5 998 5	4 544 8
Autre financement à long terme				
Autres provisions et réserves				
Autres passifs à long terme				
Capitaux propres				
Réserves	123 4	126 2	126 6	0 0
<b>Total dettes et capitaux propres</b>	<b>9 217 9</b>	<b>7 776 7</b>	<b>6 714 7</b>	<b>5 092 2</b>

Source : CNA, retraitements Fitch

## Annexe C

## Ratios : Caisse Nationale des Autoroutes

(%)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Performance</b>					
Intérêts et produits assimilés/prêts	5,6	5,3	5,4	6,5	5,1
Intérêts et charges assimilées/emprunt et dépôts	5,6	5,3	5,4	6,5	5,1
PNB/actifs productifs	-	-	-	-	-
Résultat brut d'exploitation/produit net bancaire et produits d'exploitation	-	-	-	-	-
Résultat brut d'exploitation/capitaux propres et réserves	-	-	-	-	-
Résultat brut d'exploitation/total actif	-	-	-	-	-
<b>Activité de crédit</b>					
Taux de croissance de l'actif	-10,5	-11,7	-15,6	-13,7	-24,2
Taux de croissance des prêts	-10,7	-11,8	-15,9	-21,6	-24,2
Encours douteux/total des prêts	-	-	-	-	-
Coût du risque/encours douteux	-	-	-	-	-
Coût du risque/prêts	-	-	-	-	-
<b>Liquidité et financement</b>					
Dette à long terme/capitaux propres et réserves	-	-	-	-	-
Actifs liquides/total de l'actif	0,0	0,0	0,1	8,8	10,7
Total de dépôts de dettes/actif total	98,8	98,6	98,3	89,3	89,3
Actifs liquides/dépôts et emprunts à court terme	-	-	-	-	-
<b>Solvabilité</b>					
Capitaux propres et réserves/total des actifs	-	-	-	-	-
Résultat net/capitaux propres et réserves	-	-	-	-	-
Prêts/capitaux propres et réserves	-	-	-	-	-

Source : CNA, retraitements Fitch

The ratings above were solicited by, or on behalf of, the issuer, and therefore, Fitch has been compensated for the provision of the ratings.

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

Copyright © 2017 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating or forecast was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001.